

2020 年 09 月 11 日

看好

电力行业拐点已现 中报业绩再度印证

—— 公用事业 2020 中报回顾暨电力行业最新观点

投资策略：

- **经历长达 4 年的低谷后，目前我国电力行业基本面已发生深刻改变，市场对此认识极不充分。**2016 年以来我国电力行业迎来一轮长达 4 年的低谷，除长江电力等少数大型水电公司外，近年来电力板块的持股体验并不美妙。基金持仓份额及市场关注度随板块相对收益率同步下降，当前 A 股电力板块低配水平已处历史最低区间。然而，以 2020 年为分界点，我国包括水电、火电在内的整个电力板块基本面均已悄然发生深刻变化，市场对此预期极不充分。中报数据来看，即便疫情影响下用电需求增速大幅下滑，受益煤价下行及电价趋稳，火电板块二季度单季利润仍然整体同比 91.6%，接近翻倍，带动上半年累计利润增速达到 22.0%，较一季度-34.4%一举转正。
- **电力板块龙头公司中报数据亮眼：以华能国际、华电国际、华润电力为首的火电龙头，在上半年用电需求同比下滑背景下实现归母净利润大幅度增长，业绩弹性居于板块前列；对于水电，经历 7、8 月汛期后，我国今年来水“前低后高，整体偏多”的格局基本确立。上半年来水整体偏枯的背景反而给予了“投资+还债带来业绩持续增长逻辑”绝佳观察窗口，尤其长江电力在来水历史性偏枯背景下，通过权益法投资收益大幅提升实现扣非利润正增长；黔源电力在来水低于 2018 年同期的水平下，上半年业绩实现历史新高。综合火电、水电两板块的中报数据，我们判断我国电力板块进入全面上升周期已经获得初步验证。**
- **火电龙头有望迎来业绩、估值双修复机会。**从历史周期来看，火电的本质是公用事业而非周期股，2016 年煤电联动停滞之前，华能国际多数年份 ROE 中枢并不逊于长江电力，两者 PB 在 2016 年之前走势也趋于一致。2016 年以后火电板块业绩、估值双杀是电价、煤价和资产减值损失多重利空叠加的产物，我们判断当前供给侧改革带来的边际扰动边际影响已大幅减弱，煤价趋势及电力供需格局均向有利于火电企业的方向转变。2020 年初市场曾担心火电市场电折价幅度因煤价下行而进一步扩大，我们认为市场电交易日趋理性、年度长协占比提升有助于稳定市场电折价水平。从中报来看，主要火电公司电价均保持平稳，电价大幅下行担忧也已证伪。未来三年维度看，我们判断火电行业将迎来一轮较为确定的上升周期，火电企业也将逐步回归公用事业属性，从而迎来业绩+估值双修复机会。
- **水电现金流价值亟待重估，汛期来水偏丰贡献短期利好。**我们持续强调，以长江电力为代表的大型水电公司，现金流远好于净利润，近年来水电公司将分红以外的现金或用于对外投资、或用于偿还债务，始终保持高效利用状态。然而过去几年水电行业多项税收优惠接连到期，掩盖了偿还债务以及股权投资带来的业绩内生增长，导致部分投资者误认为水电公司业绩将长期保持稳定。目前长江电力所有税收优惠到期带来的负向边际影响全部解除，2020 年将成为公司业绩内生增长元年。从中报数据来看，长江电力上半年发电量为近年最低，但是扣非利润仍实现正增长，再次印证我们的判断。短期来看，今年汛期长江流域来水偏丰程度历史罕见，汛期时间长、洪峰规模大，预计三季度我国水电板块均迎利好。
- **风险提示：**矿难等难以预测事件导致煤价快速上行，四季度来水突然转枯可能

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com

研究支持

邹佩轩 A0230118080005
zoupux@swsresearch.com

联系人

邹佩轩
(8621)23297818×转
zoupux@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

全面看多以**华能国际**、**华润电力**为代表的火电龙头；以及以**长江电力**为代表的水电龙头。

原因及逻辑

电力行业周期反转。火电板块在上半年用电需求同比下滑背景下实现归母净利润大幅度增长，改善幅度超过市场预期。从当前时点看，煤价、电价、利用小时数等盈利要素全面趋势性向好。我们认为我国大型水电系统性低估，水电税收优惠到期带来的负面影响边际解除，2020 年业绩内生增长开始显现，提供水电板块长期增长动力，今年汛期来水显著偏丰，提供短期利好。

有别于大众的认识

经历长达 4 年的低谷后，目前我国电力行业基本面已发生深刻改变，市场对此认识极不充分。2016 年以来我国电力行业迎来一轮长达 4 年的低谷，基金持仓份额及市场关注度随板块相对收益率同步下降，当前 A 股电力板块低配水平已处历史最低区间。然而，以 2020 年为分界点，我国包括水电、火电在内的整个电力板块基本面均已悄然发生深刻变化，火电板块二季度单季利润仍然整体同比 91.6%，接近翻倍。

水电现金流价值亟待重估，汛期来水偏丰贡献短期利好。我们持续强调，以长江电力为代表的大型水电公司，现金流远好于净利润。过去几年水电行业多项税收优惠接连到期，掩盖了偿还债务以及股权投资带来的业绩内生增长，导致部分投资者误认为水电公司业绩将长期保持稳定。目前长江电力所有税收优惠到期带来的负向边际影响全部解除，2020 年将成为公司业绩内生增长元年。

目录

引言：电力行业拐点已现 中报业绩印证观点	6
1. 火电数据大幅回暖 水电结构亮点颇多	7
2. 供需格局深刻变化 龙头重回优势地位	10
3. 逻辑逐步兑现 全面看多后市	14

图表目录

图 1：公用事业及子板块营收同比增速情况	8
图 2：公用事业及子板块归母净利润同比增速情况	8
图 3：公用事业及子板块资产负债率变化情况	9
图 4：公用事业及子板块财务费用率变化情况	9
图 5：公用事业及子板块毛利率变化情况	9
图 6：公用事业及子板块净利率变化情况	9
图 7：我国东西部代表性省份用电增速情况（2020 年为单月数据）	10
图 8：我国 2020 年 1-7 月分省份用电增速情况	10
图 9：6 月单月分产业用电增量贡献度及用电增速	11
图 10：7 月单月分产业用电增量贡献度及用电增速	12
图 11：2019 年以来水电、火电单月发电量情况	13
图 12：2020 年 7 月单月分省火电发电量同比增速	13
图 13：分电源类型装机容量月度累计增速情况	14
图 14：我国近年秦皇岛动力煤价格以及煤电标杆电价情况	14
图 15：2019 年分月广东省市场化竞价情况	15
图 16：2020 年分月广东省市场化竞价情况	15
图 17：长江电力与华能国际 ROE 情况	16
图 18：长江电力与华能国际 PB 情况	16
图 19：长江电力 2019 年与 2016 年归母净利润边际变化拆解（单位：亿元）	17
图 20：三峡上游水位（单位：米）	17
图 21：溪洛渡上游水位（单位：米）	17
图 22：长江电力归母净利润预测（单位：亿元，内生增长来自投资收益增加、财务费用降低及折旧陆续到期三部分）	18
表 1：重点公用事业公司	7
表 2：公用事业行业及各子板块收入及增长情况（单位：亿元）	8
表 3：公用事业行业及各子板块归母净利润及增长情况（单位：亿元）	8
表 4：公用事业板块 ROE	9
表 5：我国五大发电集团及旗下上市公司 2019 年资产减值情况（单位：亿元）	16

表 6：公用事业板块重点标的盈利预测表（元，元/股）	19
----------------------------------	----

引言：电力行业拐点已现 中报业绩印证观点

经历长达 4 年的低谷后，目前我国电力行业基本面已发生深刻改变，市场对此认识极不充分。诚然，2016 年以来我国电力行业迎来一轮长达 4 年的低谷，电力企业盈利普遍承压，除长江电力等少数大型水电公司外，近年来电力板块的持股体验并不美妙。基金持仓份额及市场关注度随板块相对收益率同步下降，当前 A 股电力板块低配水平已处历史最低区间。然而，以 2020 年为分界点，我们判断我国包括水电、火电在内的整个电力板块基本面均已悄然发生深刻变化，市场对此认识极不充分。**年初以来我们陆续发布多篇深度报告进行了体系性解读，我们认为当前时点，各电源类型龙头均具备战略配置价值。**

1) 《电力行业全景复盘暨国际对比：透视冰与火之歌 寻找时间的朋友》：作为申万公用团队 2020 年电力系列深度的首篇，我们详细复盘了美国电力行业 60 年、中国电力行业 30 年的发展历程，从供需格局、政策框架到股价表现，我们认为我国电力行业正逐步进入下半场，从未来十年维度看，我国各电源类型龙头均有望走出长牛走势。

2) 《火电行业深度报告：穿越三重门 重回现金牛》、《华能国际：进击的传统电力龙头 Beta 与 Alpha 齐飞》、《华润电力：中国电力下半场标杆企业》：火电行业是 2015 年电力市场化改革、2016 年煤炭供给侧改革冲击最为直接的行业，近年火电盈利三要素全面恶化，整个板块股价迎来业绩估值双杀。站在当前时点，我们认为上述两大改革边际影响正逐渐退却，火电行业盈利要素正全面进入向好周期，龙头公司有望迎来业绩+估值的双修复。综合资产质地、区域格局和估值水平，我们认为此轮火电上升周期中，最终胜利者将属于龙头公司，着重推荐**华能国际与华润电力**。

3) 《长江电力深度：万里长江 万亿长电》、《长江电力深度：双擎共振 转守为攻》：水电为 2016 年至今电力行业中唯一跑赢沪深 300 的子板块，但是复盘来看，市场往往将水电视为债券的替代品，采用股息率倒推定价，过去几年水电板块估值提升实质上是享受了无风险收益率下行的红利。我们认为市场对我国大型水电公司的认识严重不足，对其内生增长缺乏足够预期。水电公司的共同特点是现金流远好于净利润，分红以外的富余现金或用于还债或用于投资，由此带来业绩和未来分红的持续增长。但是过去几年水电公司财务费用降低及投资收益增加带来的内生增长被接连到期的税收优惠完全掩盖，我们判断 2020 年有望成为我国大型水电公司的业绩内生增长元年，首推**长江电力**。

电力板块上市公司中报数据初步印证了上述结论：以华能国际、华电国际、华润电力为首的火电龙头，在上半年受疫情影响、用电需求同比下滑的背景下实现归母净利润大幅度增长，尤其煤价正式进入下行通道、电价下行担忧证伪两大逻辑链条逐渐被市场认可。对于水电板块，经历 7、8 月汛期后，我国今年来水“前低后高，整体偏多”的格局基本确立。上半年来水整体偏枯的背景反而给予了“投资+还债带来业绩持续增长逻辑”绝佳观察窗口，尤其长江电力**在来水历史性偏枯背景下，通过权益法投资收益大幅提升实现扣非利润正增长；**黔源电力**在来水低于 2018 年同期的水平下（2019 年来水严重偏枯，2018 年来水偏丰），上半年业绩实现历史新高。综合火电、水电两板块的中报数据，我们判断我国电力板块进入全面上升周期已经获得初步验证。**

1. 火电数据大幅回暖 水电结构亮点颇多

2020 年中报火电板块业绩整体回暖，龙头公司表现尤为突出，而水电板块因流域来水因素表现不一，但结构性亮点颇多。我们首先在本章选取公用事业板块 52 家公司，分别对水电、火电以及燃气三个子板块进行整体分析，第二章再进一步针对各板块龙头单独分析。

表 1：重点公用事业公司

分类	个数	上市公司
水电	12 家	长江电力、国投电力、川投能源、湖北能源、梅雁吉祥、桂冠电力、黔源电力、闽东电力、甘肃电投、韶能股份、湖南发展、华能水电
火电	28 家	申能股份、华能国际、国电电力、浙能电力、大唐发电、华电国际、上海电力、粤电力 A、内蒙华电、广州发展、建投能源、漳泽电力、皖能电力、宝新能源、吉电股份、豫能控股、华电能源、穗恒运 A、东方能源、哈投股份、长源电力、深南电 A、江苏国信、宁波热电、华银电力、红阳能源、惠天热电、大连热电
燃气	12 家	金鸿能源、陕天然气、深圳燃气、国新能源、长春燃气、百川能源、贵州燃气、新天然气、皖天然气、东方环宇、佛燃能源、新疆火炬

资料来源：申万宏源研究

二季度公用各子板块全面回暖，营收增速环比大幅改善。受疫情带来的用电需求扰动影响，我国电力板块一季度营收整体大幅下滑（水电更多系来水偏枯），4 月以来受益复工复产，我国用电需求反弹超预期，二季度全社会用电同比增速顺利转正，火电板块二季度单季度营收基本恢复到去年同期水平（下滑-0.1%），水电板单季度营收降幅收窄至-1.7%；燃气板块也受益于工业用气恢复，二季度营收同比降幅收窄至-3.4%。从上半年累计增速来看，水电、火电、燃气板块营收分别同比变化-7.9%、-6.5%和-11.4%，基本符合预期。

火电板块利润大超预期，周期拐点初步印证。在火电营收端小幅下滑背景下，成本端大幅下滑带来板块业绩大幅回暖，幅度超过市场预期。具体而言，受疫情影响，我国二季度煤价呈深“V”字形走势，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 5 月最低跌破 450 元/吨，随后在需求复苏、进口煤调节等因素下反弹，但整体仍处于下行通道，目前稳定在 550 元/吨附近，主要火电公司上半年单位入炉煤价下滑幅度在 7%-9%之间。从二季度单季利润来看，火电板块整体同比 91.6%，接近翻倍，带动上半年累计利润增速达到 22.0%，较一季度-34.4%一举转正，周期拐点逐步印证。全年来看，我们认为利用小时数、煤价、电价三要素趋势均有利于火电，火电板块周期拐点有望在后续三季报、年报中持续印证。

水电板块受来水偏枯拖累，内生增长需予以重视。受来水偏枯影响，我国上半年水电发电量同比下降 7.3%，其中水电大省四川、云南、湖北、广西分别同比变化+2.4%、-20.4%、-0.3%和-14.4%。**水电板块上半年营收同比减少 7.9%，而归母净利润同比仅下滑 7.7%，降幅小于营收降幅。**从利润表结构来看，水电行业属于典型重资产行业，经营杠杆与财务杠杆双高，因此上半年利润降幅小于营收降幅实属不易，原因即在于水电公司持续的股权

投资及偿还债务带来投资收益增加和财务费用下降。相比周期性的来水波动，投资收益及费用节约可带来业绩中枢整体上行，对公司市值的影响更为显著，市场尚未给予足够重视。

表 2：公用事业行业及各子板块收入及增长情况（单位：亿元）

板块	2019Q1	2020Q1	2020Q1 同比	2019Q2	2020Q2	2020Q2 同比	2019H1	2020H1	2020H1 同比
公用事业	2726	2376	-12.9%	2519	2511	-0.3%	5245	4886	-6.8%
水电	313	265	-15.3%	367	361	-1.7%	680	626	-7.9%
火电	2121	1860	-12.3%	1924	1921	-0.1%	4045	3781	-6.5%
燃气	211	175	-17.0%	146	141	-3.4%	357	316	-11.4%

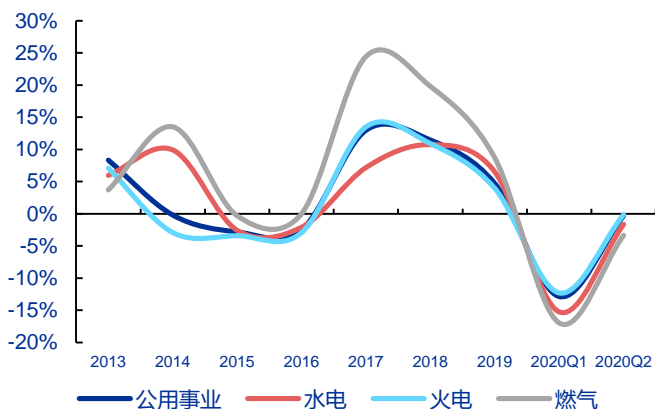
资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：公用事业行业及各子板块归母净利润及增长情况（单位：亿元）

板块	2019Q1	2020Q1	2020Q1 同比	2019Q2	2020Q2	2020Q2 同比	2019H1	2020H1	2020H1 同比
公用事业	206	140	-31.9%	220	310	40.9%	426	450	5.7%
水电	67	51	-23.7%	113	115	1.6%	180	166	-7.7%
火电	117	77	-34.4%	95	182	91.6%	212	259	22.0%
燃气	13	9	-29.2%	7	6	-14.5%	21	16	-23.9%

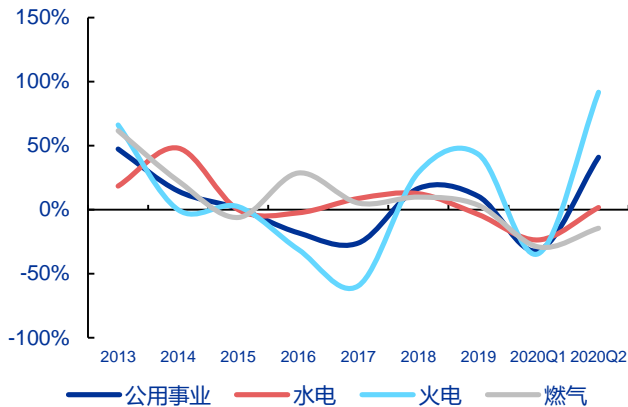
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 1：公用事业及子板块营收同比增速情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：公用事业及子板块归母净利润同比增速情况

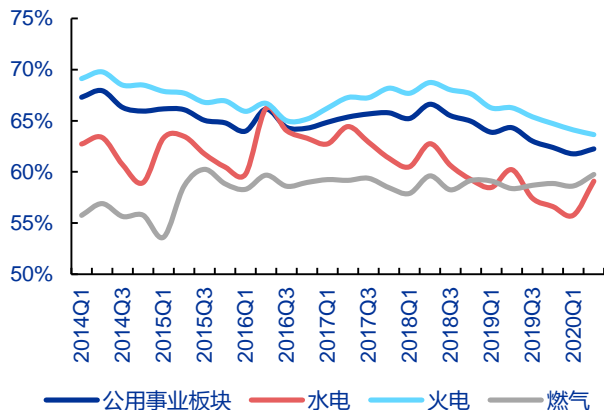


资料来源：Wind，申万宏源研究

水电财务费用占比持续降低，“小步慢跑”效果日益凸显。公用事业行业最重要的期间费用即财务费用，尤其水电板块财务费用占营收的比例多在 10% 以上。上市公司持续通过自有资金偿还债务，以及通过低成本债务置换高成本债务的方式降低财务费用率。从中报来看，受长江电力收购秘鲁资产大幅增加短期借款影响，水电板块整体资产负债率 2020 年 6 月底较 2019 年底提升 2.48 个百分点；火电板块资产负债率继续保持下行趋势，2020 年 6 月底较 2019 年底下降 1.08 个百分点；由于版图扩张，燃气板块资产负债率较 2019

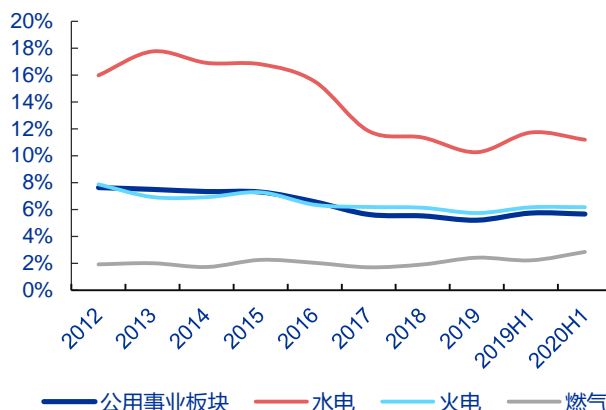
年底提升 0.88 个百分点。值得注意的是，在上半年来水偏枯、资产负债率上升背景下，水电板块财务费用率仍下降 0.54 个百分点，债务置换效果显著。

图 3：公用事业及子板块资产负债率变化情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

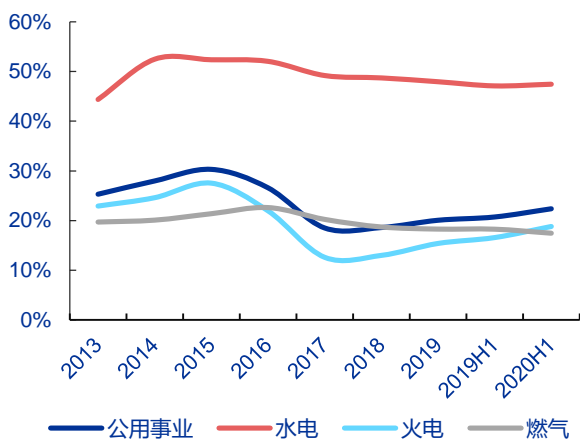
图 4：公用事业及子板块财务费用率变化情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

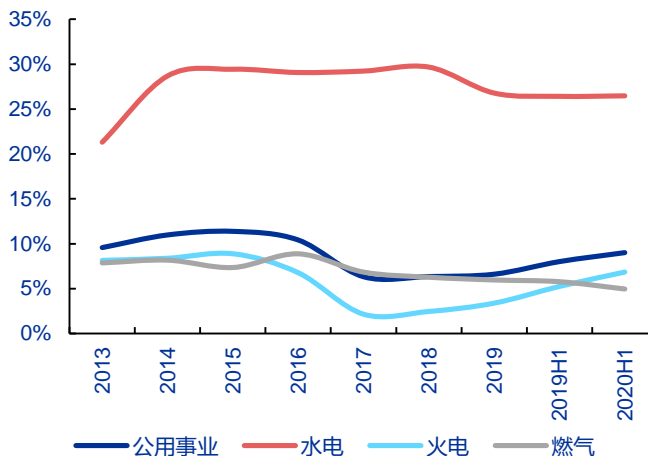
从板块毛利率、净利率及 ROE 来看，火电板块 2018 年起即进入明显上升周期。2020 年上半年火电板块毛利率、净利率及 ROE 分别达 18.8%、6.8% 和 3.82%，较 2019 年同期分别同比增长 2.2、1.6 和 0.29 个百分点，拉动公用事业板块整体盈利能力提升。

图 5：公用事业及子板块毛利率变化情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公用事业及子板块净利率变化情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：公用事业板块 ROE

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
公用事业板块	12.63%	11.39%	9.14%	6.64%	7.33%	7.13%	4.33%	4.11%

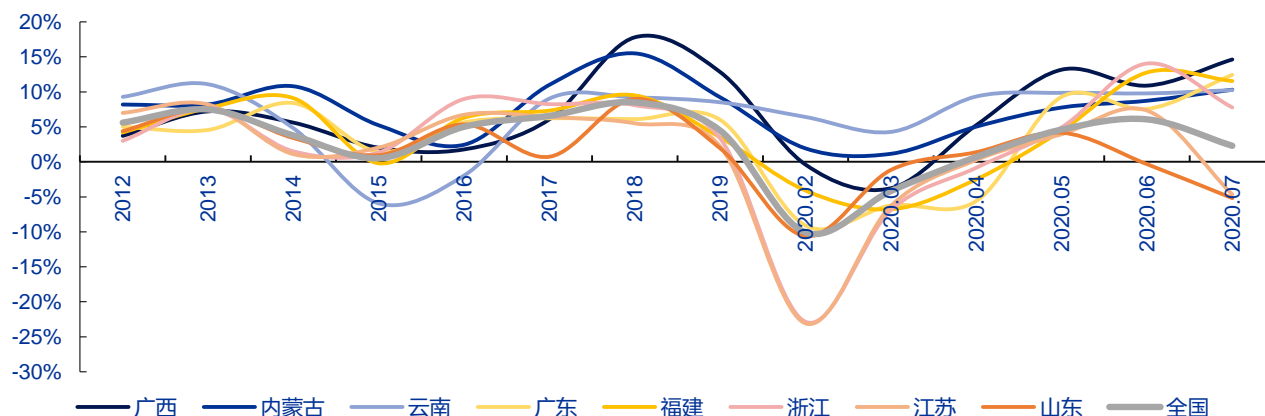
水电	15.06%	12.81%	12.76%	12.81%	13.39%	11.88%	5.89%	5.06%
火电	12.13%	10.94%	7.28%	3.08%	3.90%	4.61%	3.53%	3.82%
燃气	12.88%	10.27%	10.59%	9.22%	9.80%	9.20%	4.48%	3.40%

资料来源：wind,申万宏源研究

2. 供需格局深刻变化 龙头重回优势地位

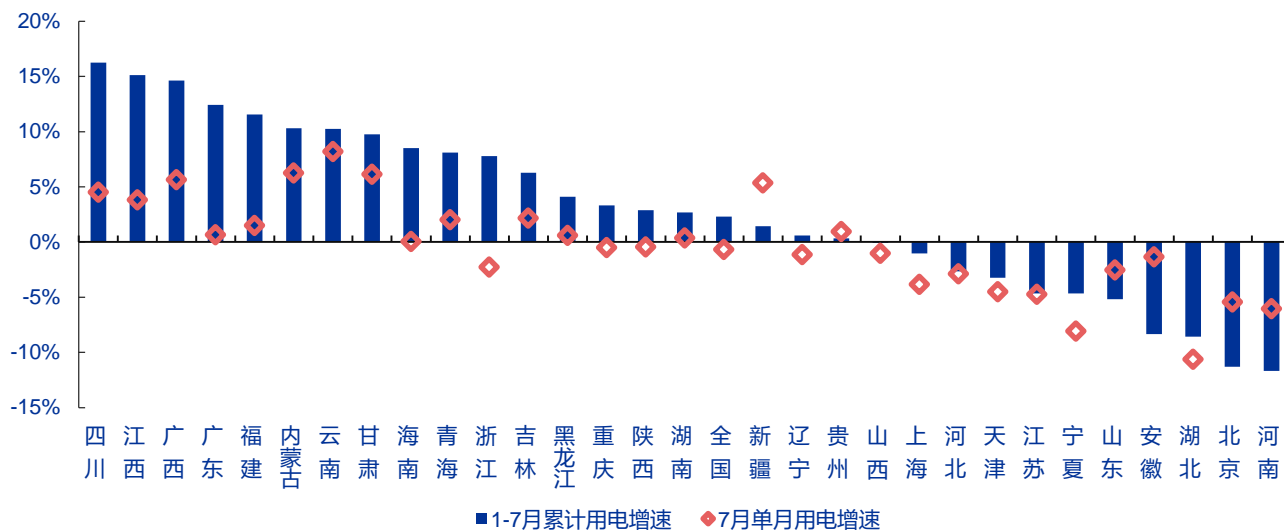
沿海省份用电增速超预期，东西部用电增速天平再度转向。2012 年来我国全社会用电增速经历两轮 V 型反弹，第一轮始于 2014-2016 年供给侧改革，高耗能产业由东部向中西部省份转移，使得 2017-2019 年中西部省份用电增速显著高于东部沿海，进而导致 2019 年区域性火电公司股价表现，如内蒙华电、长源电力等，整体领先全国性龙头。第二轮 V 型反弹始于 2020 年初疫情冲击，此轮中西部省份用电增速始终处于高位，受影响程度较小；但是东部沿海用电增速深 V 反弹，**6、7 月单月浙江、福建、广东用电增速大幅超过全国均值，为 2016 年以来首次。**加之用电量基数较高，二季度东部省份重新成为用电增量主体，全面利好华能国际、华电国际、华润电力等东部沿海机组占比较高的全国性火电龙头，以及以外送电为主的大型水电公司，如长江电力、华能水电、国投电力、桂冠电力等。

图 7：我国东西部代表性省份用电增速情况（2020 年为单月数据）



资料来源：中电联，申万宏源研究

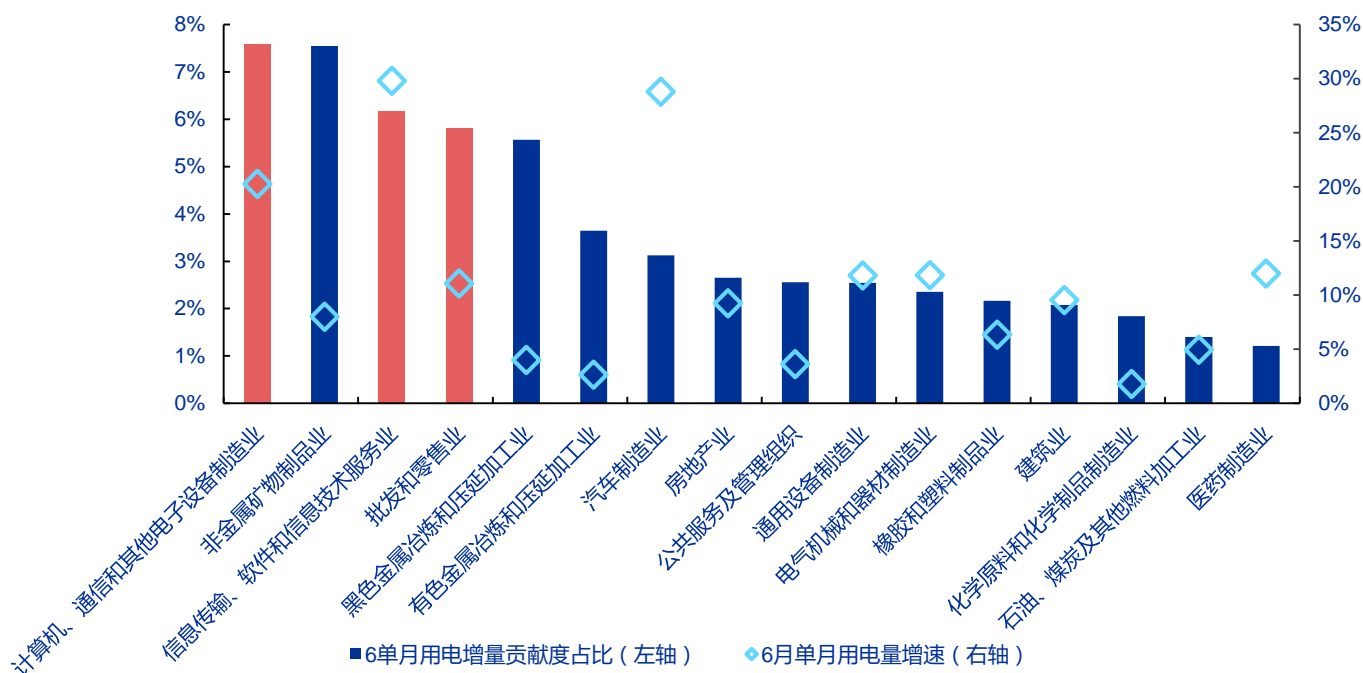
图 8：我国 2020 年 1-7 月分省份用电增速情况



资料来源：中电联，申万宏源研究

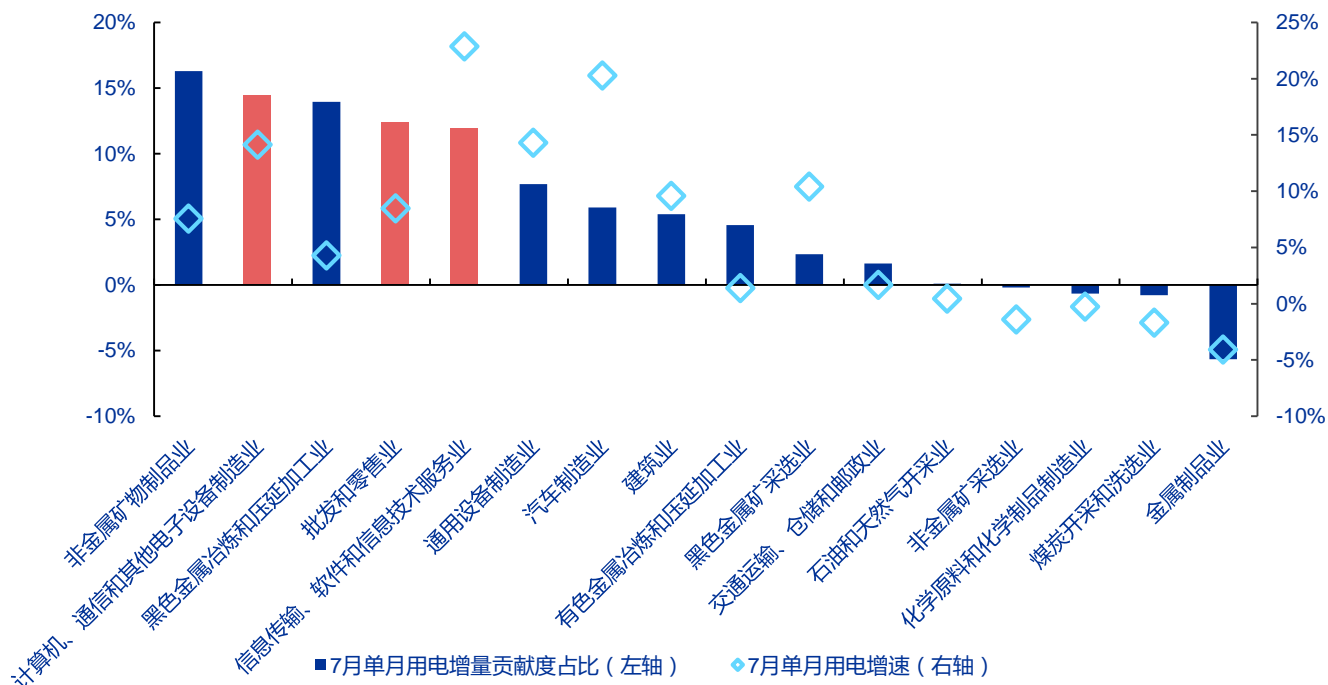
高新制造业发力带动东部用电高增长，增速具备持续性。从用电增量贡献度来看，我们以 2020 年 6 月单月数据为例，“计算机、通信及其他电子设备制造业”、“信息传输、软件和信息技术服务业”等高新技术产业以及“批发和零售业”等第三产业对用电增长的贡献超过钢铁、有色、建材等传统高耗能产业，为近年来首次，反映了 5G、IDC 等产业能耗超预期。7 月传统产业用电增量贡献占比反弹，但是新兴产业贡献占比及用电增速仍保持高位。考虑到新老产业布局情况，可以合理推论浙江、广东等省份用电高增速主要系新兴产业用电爆发带动，增速具备可持续性。相比之下，沿海省份中山东用电增速相对疲弱，一方面系电解铝等高耗能产业外迁，另一方面与新兴产业发展贫弱不无关系。

图 9：6 月单月分产业用电增量贡献度及用电增速



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 10：7 月单月分产业用电增量贡献度及用电增速



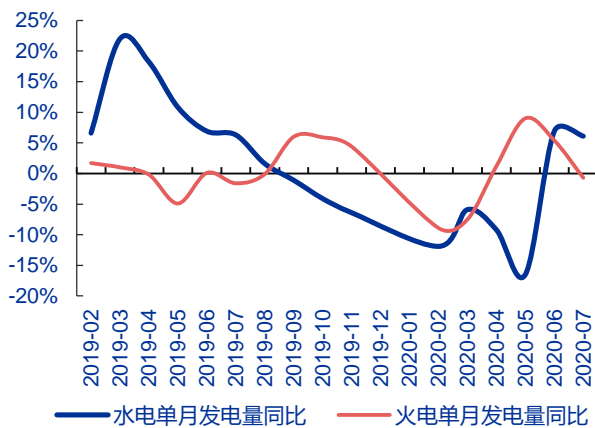
资料来源：中电联，申万宏源研究

福建、广东、浙江 7 月火电发电量增速位居全国前列，京津冀、山东、河南火电相对疲弱。由于我国水电消纳顺序位列火电之前，因此两者发电量往往呈跷跷板效应。2019 年

我国来水呈明显“前高后低”态势，受来水大小年以及高基数效应影响，我国今年来水“前低后高，整体偏丰”态势基本确立。从水火发电量来看，受5月份降雨历史性偏枯拖累，我国水电5月单月发电量增速创-16.5%极值，对应火电发电量5月单月增速+9.0%。6月下旬以来我国水电发电量增速迅速转正，而2019年同期增速也在+6%以上，今年汛期来水偏丰程度为近10年之最，水电冲击导致全国火电7月单月发电增速由正转负至-0.7%。

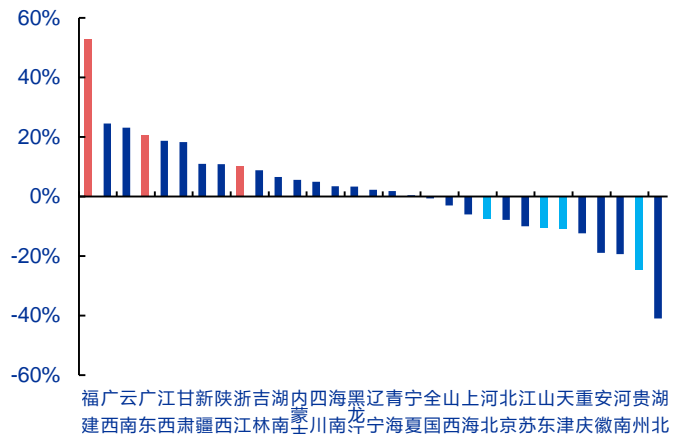
然而，分区域看，福建、广东、浙江受用电高增长支撑，火电7月单月发电增速仍维持正增长且位居全国前列，尤其福建单月火电增速高达52.8%（福建无外来水电冲击，且本省来水严重偏枯），为近年罕见。另一点值得注意的是，北方省份火电发电量受用电增速疲软，以及新能源、外来电冲击较为严重，代表省份如京津冀、山东、河南等火电发电增速大幅低于全国均值。

图 11：2019 年以来水电、火电单月发电量情况



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 12：2020 年 7 月单月分省火电发电量同比增速



资料来源：中电联，申万宏源研究

南北省份用电增速、外来电冲击的差异在火电龙头华能国际、华电国际上有所反映。

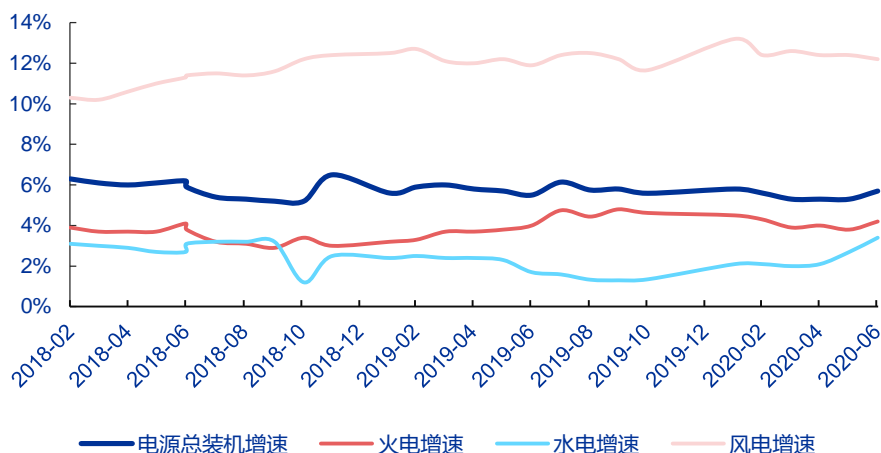
华电国际由于山东机组占比较高，上半年整体发电数据逊于华能国际，华电国际上半年累计发电量同比下滑8.66%，其中二季度单季同比下滑6.4%；华能国际上半年累计发电量同比下滑8.05%，但是二季度单季发电量同比上升3.73%。发电数据的差别导致两公司二季度业绩弹性分化较大，华能国际二季度单季归母净利润同比增加213.08%，大幅超出市场预期；而华电国际二季度单季归母净利润同比增加34.03%，基本符合市场预期。

火电装机增速平稳，水电新一轮投产高峰在即。从装机容量增速来看，当前我国煤电投产高峰已过，2019年下半年以来火电装机增速进入新一轮下行周期，2020年1-7月累计增速为4.2%。水电受益6月底乌东德电站首台机组投产，1-7月装机容量累计增速上升至3.4%，2019年同期增速仅为1.7%。从水电机组建设进度来看，2020-2023年乌东德、白鹤滩、两河口、杨房沟以及双江口电站将陆续投产，未来三年将成为我国未来十年最大一轮水电投产高峰，届时长江流域联合调度能力也将大幅增强，长江电力、国投电力、川

投能源持续受益。风电装机近年来始终保持 10%-12% 增速，年初疫情未对风电机组建设造成较大冲击。

从总装机容量来看，我国 1-7 月累计装机增速为 5.7%，考虑到其中实际发电能力较弱的风电、光伏占比较高，我们测算等效火电装机增速在 4% 左右，与我们预测的未来年份全国用电增速中枢 4-5% 持平或略低，整体利好存量火电机组利用效率回升。

图 13：分电源类型装机容量月度累计增速情况



资料来源：中电联，申万宏源研究

3. 逻辑逐步兑现 全面看多后市

站在当前时点，我们认为包括火电和水电在内的整个电力板块均迎来向上周期，月度发电数据、上市公司中报数据均已初步印证逻辑。

火电：2017-2019 年对于火电历经多重考验，煤价快速上升后持续高位运行，煤电联动机制失效叠加市场化快速推进压制电价，盈利恶化及“处僵治困”的需求使得企业集中计提大额资产减值，三座大山共同压制火电企业盈利水平，目前火电盈利要素全面向上。

1) 煤价：2016 年至今的高煤价系供给侧改革冲击影响，并非长期态势。2018 年下半年开始我国煤价即进入下行通道，未来有望长期保持在 500-570 元/吨。

2) 电价：尽管 2017-2019 年煤价持续处于高位，考虑到下游经济承受能力，过去多次执行的“煤电联动”机制始终搁浅。巨大的煤价上涨压力无法顺利传导给下游。更进一步的，2017-2019 年火电市场化交易快速推进，导致推动火电综合上网电价反而下行。

图 14：我国近年秦皇岛动力煤价格以及煤电标杆电价情况



资料来源：国家发改委，wind，申万宏源研究

2020 年煤价同比下跌，市场曾担心火电市场电折价幅度因煤价下行而进一步扩大。我们认为市场电交易日趋理性、年度长协占比提升有助于稳定市场电折价水平。以广东省为例，2020 年年度交易分“双边协商交易”和“合同电量集中交易”两类，分别成交 2110.6 亿度和 46.7 亿度，合计占全年规划市场电交易规模 2600 亿度的比例约 83%。年度双边协商及合同电量集中交易的成交均价分别为-47.1 和-47.2 厘/度。

相比于年度长协占比大幅提升，留给月度集中竞价交易的量大幅缩水。广东省 1-7 月月度集中竞价交易的平均价差为-32.9 厘/度。8 月因月度竞价交易量大幅缩水，出现超低报价，平均成交价为-130 厘/度。但因月度竞价权重小，8 月市场电交易的平均价差约-50 厘/度，与 1-7 月平均的-45 厘/度仅降低约 5 厘/度。从下图中可以看出，因年度交易量权重高，平均价差的变化受月度竞价价差波动的影响非常小，走势平缓，未来电价走势也进一步利好火电企业盈利改善。

图 15：2019 年分月广东省市场化竞价情况

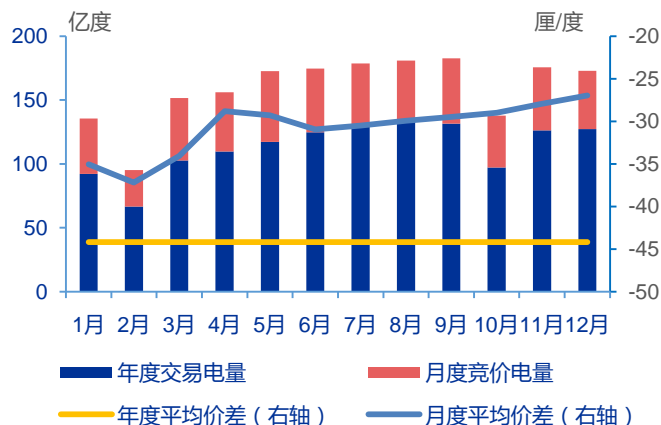
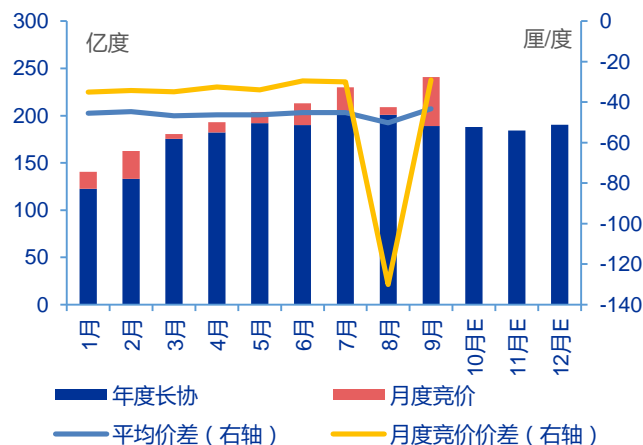


图 16：2020 年分月广东省市场化竞价情况

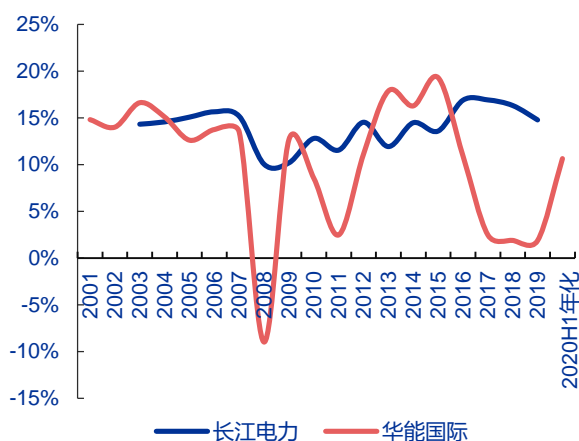


资料来源：中电联，申万宏源研究

资料来源：中电联，申万宏源研究

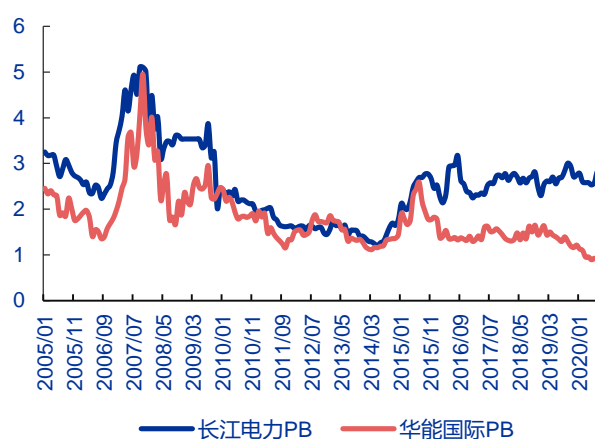
从历史周期来看，火电的本质是公用事业而非周期股，赚取能源转换的“加工费”，保障合理盈利水平也是原煤电联动机制的初衷。以长江电力和华能国际为例，2016年煤电联动停滞之前，华能国际除2008年（非经常性因素扰动）以及2011年（煤电联动滞后）外，ROE中枢并不逊于长江电力，也由此两者PB在2016年之前走势也趋于一致。正如前文所述，2016年以后火电板块业绩、估值双杀是电价、煤价和资产减值损失多重利空叠加的产物，从2020年中报数据来看，我们判断供给侧改革带来的边际扰动边际影响已大幅减弱，火电板块已经进入新一轮上升周期。展望未来，我们认为随着新电价机制的推行、煤价回归以及电力供需格局向有利于火电企业的方向转变，火电企业将逐步回归公用事业属性、获得合理盈利能力，从而获得业绩+估值双修复机会。

图 17：长江电力与华能国际 ROE 情况



资料来源：wind，申万宏源研究

图 18：长江电力与华能国际 PB 情况



资料来源：wind，申万宏源研究

盈利要素趋势向好，“处僵治困”告一段落，未来火电资产减值风险大幅降低。过去几年火电公司频繁计提资产减值，尤其龙头华能国际2019年减值金额达58亿元，对板块业绩构成拖累。事实上，国资委自2016年起大力推进“处僵治困”工作，一定程度上计提大额资产减值属于落实“处僵治困”的附带结果。2019年为“处僵治困”考核期的最后一年，我国五大发电集团普遍计提大额资产减值损失。华能国际2019年资产减值金额巨大主要系华能集团资产证券化率较高。站在当前时点，我们认为一方面火电盈利要素全面改善，另一方面“处僵治困”告一段落，未来火电资产减值风险大幅降低。

表 5：我国五大发电集团及旗下上市公司 2019 年资产减值情况（单位：亿元）

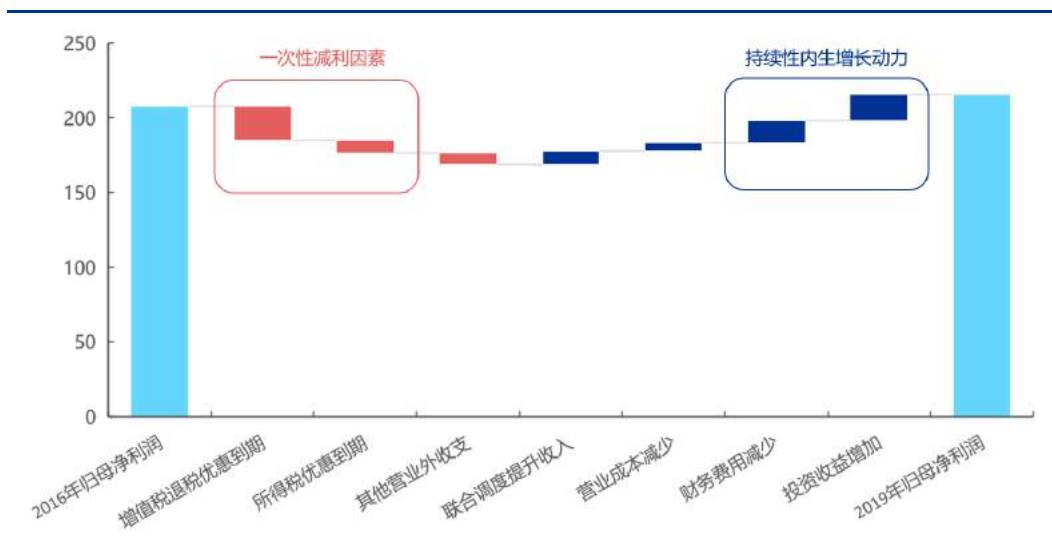
华能集团	华电集团	大唐集团	国电集团	国电投集团
92.58	74.88	22.29	45.34	81.15

华能国际	华电国际	大唐发电	国电电力
58.12	7.82	16.58	15.71

资料来源：wind，申万宏源研究

水电：我们持续强调，以长江电力为代表的大型水电公司，过去几年受税收优惠接连到期影响，持续偿还债务以及股权投资带来的业绩内生增长被掩盖。2020 年 4 月三部委发文将原本 2020 年到期的西部大开发 15% 所得税率优惠延期至 2030 年，意味着当前长江电力所有税收优惠到期带来的负向边际影响全部解除。从中报数据来看，长江电力上半年发电量为近年最低水平，但是扣非利润仍实现正增长，再次印证我们关于长江电力“2020 年业绩内生增长元年”的判断。

图 19：长江电力 2019 年与 2016 年归母净利润边际变化拆解（单位：亿元）

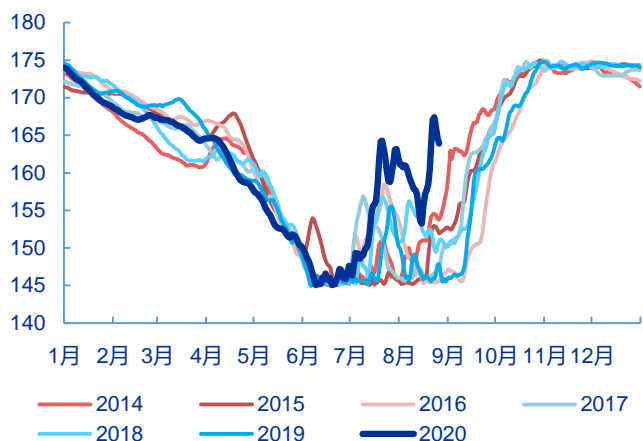


资料来源：wind，申万宏源研究

短期来看，今年汛期长江流域来水偏丰程度历史罕见，利好长江电力。三峡枢纽入库流量在 8 月 15 日、20 日先后迎接第 4、5 号洪峰，入库流量分别高达 6.2 和 7.5 万 m³/秒，其中第 5 号洪峰为建库以来三峡枢纽迎来的最大洪峰。今年汛期提前的同时，汛期时间长、洪峰规模大，预计三季度长江电力控股机组及参股标的均具备业绩高增长确定性。

图 20：三峡上游水位（单位：米）

图 21：溪洛渡上游水位（单位：米）



资料来源：长江水文网，申万宏源研究



资料来源：长江水文网，申万宏源研究

再次强调长江电力万亿逻辑：站在当前时点，我们认为市场对长江电力乌白注入有所预期，但是对长江电力“2020 年业绩内生增长元年、2021 年分红增长元年”的预期极不充分。我们认为现有股息率倒推定价体系源于对公司股权投资认识不足，表面上公司过去几年业绩零增长，实际上是内生增长被接连到期的税收优惠吞噬（目前已全部到期）。股权投资的意义正是保证公司权益装机持续增长，同时将公司地理位置优势以及产业链资源进行变现。我们测算过去 3 年公司股权投资带来权益装机年复合增长接近 200 万千瓦，从装机规模和利润体量上看，相当于公司 2016 年至今通过资本市场再造了一个“向家坝”。我们判断 2020 年开始，标的公司业绩内生增长、持股比例继续提升以及部分标的会计记账方式变化三因素共振可带来投资收益加速释放，预计可带来每年 10 亿元增长；叠加偿还债务及折旧到期，公司每年业绩增长中枢可达 15 亿元，当前业绩规模下对应年增速 6-7%。相比之下，乌白注入可能涉及股份摊薄，我们测算中性假设下对当年的 EPS 增厚约为 15-20%，相当于公司约 3 年左右的内生增长。

2020H2-2020 年有望成为公司估值体系第二轮切换的窗口期，与乌白注入预期叠加，双引擎共振下进攻属性有望强于此前两轮。除业绩拐点外，长江电力承诺 2021 年分红承诺将由原来的绝对金额变更为最低比例，直接建立了利润增长与分红增长的线性函数关系，分红金额也将迎来拐点。由此，我们判断 2020H2-2021 年公司估值体系将开启新一轮切换——从股息率倒推升级至股息额折现。叠加乌白注入预期，未来两年相当于 2014-2015、2016H2-2017 两轮估值提升驱动因素叠加，进攻属性再现。

图 22：长江电力归母净利润预测（单位：亿元，内生增长来自投资收益增加、财务费用降低及折旧陆续到期三部分）



资料来源：wind，申万宏源研究。含未来乌白收购后，继续偿还乌白债务带来的利息费用减少。市场预期的净利润参考除申万宏源预测以外的wind一致预期

表 6：公用事业板块重点标的盈利预测表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	2020/9/10	EPS			PE			PB (lf)
				收盘价	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
火电	600863.SH	内蒙华电	买入	2.63	0.19	0.23	0.28	14	12	9	1.33
	000543.SZ	皖能电力	买入	4.27	0.34	0.48	0.54	13	9	8	0.71
	000966.SZ	长源电力	买入	3.81	0.52	0.41	0.82	7	9	5	1.02
	0836.HK	华润电力	买入	8.54	1.37	1.96	2.44	6	4	4	0.57
	600011.SH	华能国际	买入	5.88	0.11	0.58	0.66	55	10	9	1.22
	600795.SH	国电电力	增持	2.10	0.10	0.16	0.23	22	13	9	0.81
	601991.SH	大唐发电	中性	2.41	0.06	0.15	0.19	42	16	13	0.66
	600027.SH	华电国际	增持	3.76	0.35	0.40	0.51	11	10	7	0.80
	600023.SH	浙能电力	增持	3.84	0.32	0.38	0.45	12	10	9	0.82
	002608.SZ	江苏国信	增持	6.67	0.64	0.81	0.91	10	8	7	0.89
	000539.SZ	粤电力 A	增持	3.83	0.22	0.27	0.27	18	14	14	0.76
	600642.SH	申能股份	增持	5.62	0.47	0.48	0.53	12	12	11	0.93
	600021.SH	上海电力	增持	7.52	0.37	0.57	0.61	20	13	12	1.21
	000600.SZ	建投能源	增持	5.20	0.36	0.57	0.62	15	9	8	0.79
水电	600900.SH	长江电力	买入	20.07	0.98	1.03	1.05	20	20	19	3.11
	600025.SH	华能水电	买入	4.17	0.31	0.31	0.33	14	14	13	1.65
	600886.SH	国投电力	买入	9.20	0.70	0.87	0.87	13	11	11	1.66
	600674.SH	川投能源	买入	9.92	0.67	0.75	0.78	15	13	13	1.67
	600236.SH	桂冠电力	买入	4.98	0.27	0.28	0.30	19	18	16	2.80
	000883.SZ	湖北能源	买入	3.85	0.23	0.39	0.43	17	10	9	0.90
	002039.SZ	黔源电力	买入	15.55	0.95	1.37	1.35	16	11	12	1.64

	000601.SZ	韶能股份	增持	6.27	0.37	0.47	0.58	17	13	11	1.52
	600452.SH	涪陵电力	买入	17.78	0.90	1.12	1.37	20	16	13	3.99
	600131.SH	国网信通	买入	19.01	0.41	0.57	0.78	47	33	24	5.41
	600116.SH	三峡水利	增持	9.64	0.10	0.15	0.16	96	63	59	1.88
	601985.SH	中国核电	买入	4.57	0.30	0.35	0.41	15	13	11	1.42
	600167.SH	联美控股	买入	12.30	0.70	0.81	0.92	18	15	13	3.51
清洁能源	600483.SH	福能股份	买入	7.95	0.71	0.94	1.16	11	8	7	1.02
	601611.SH	中国核建	增持	7.35	0.46	0.52	0.64	16	14	12	1.91
	000875.SZ	吉电股份	增持	4.05	0.07	0.16	0.19	59	25	21	1.11
	601139.SH	深圳燃气	买入	7.14	0.37	0.46	0.50	19	15	14	1.84
	600681.SH	百川能源	买入	5.38	0.50	0.82	0.91	11	7	6	1.90
燃气	603393.SH	新天然气	买入	24.76	1.35	1.66	2.68	18	15	9	3.02
	002267.SZ	陕天然气	增持	6.48	0.40	0.44	0.47	16	15	14	1.19
	600617.SH	国新能源	增持	4.53	0.03	0.21	0.27	142	22	17	1.40
	2688.HK	新奥能源	买入	86.70	5.05	5.32	6.80	17	16	13	3.10
	1193.HK	华润燃气	买入	36.80	2.32	2.36	2.78	16	16	13	3.20
	0135.HK	昆仑能源	增持	5.21	0.67	0.67	0.76	8	8	7	0.70

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。